

销量增成本降 难抵煤价下跌

投资要点：

- **2013年业绩下滑45%**。2013年上半年公司实现营收38.3亿元，归属于母公司股东的净利润为3.7亿元，同比分别增长2.3%、-44.7%，每股收益0.31元，加权平均净资产收益率5.38%，同比下滑4.5个百分点。
- **煤炭综合售价下跌23%**。上半年公司京西矿区和高家梁矿区煤炭销售均价为438.8元/吨，同比下跌134元或23%。粗略测算，京西矿区均价为755元/吨，同比下跌15%，好于同期焦煤价格跌幅，显示京西矿区的煤质优越性。
- **严控成本内部挖潜，吨煤成本同比下跌18%**。上半年公司吨煤制造成本为209元/吨，同比降低46元或18%。成本的下降来自材料成本下降34%、煤炭出口代理费的下降。
- **煤炭产销量超额完成计划**。上半年京西原煤产量248万吨，同比下降8%，高家梁原煤产量345万吨，同比增加33%，两矿原煤产量合计同比增长12%，销量完成全年计划的53%左右。
- **京西矿区吨煤净利预计134元/吨，同比减少97元/吨**。粗略测算，上半年京西矿区吨煤毛利340元/吨，同比下降144元，吨煤净利134元/吨，同比下降97元。下半年京西矿区没加预计难有起色，全年均价还将下行。
- **高家梁矿区吨煤净利16元/吨，同比下降34元**。上半年高家梁矿实现净利润5223万元，同比减少7830万元，吨煤净利16元。上半年虽然高家梁矿产销量增加，煤炭提质取得进展，抵不过内蒙古地区煤炭价格大跌的大趋势，吨煤净利将至投产以来最低水平。
- **煤炭贸易量增微利**。上半年煤炭贸易量为263万吨，完成全年计划的87%，贸易业务实现微利176万元，同比增加474万元实现扭亏。吨煤贸易净利为0.67元，下半年贸易业务难有好转。
- **上半年加大融资力度**。公司长期借款余额较期初增加17.9亿元，分别为公司筹集的7年期保险资金12亿元及全资子公司昊华能源国际（香港）有限公司筹集的7年期内保外贷借款8000万美元。融资增加为后期项目实施提供资金保障。
- **参与非洲煤业定向增发浮亏3.45亿元人民币**。2013年初公司以1亿美元参与非洲煤业定向增发，认购2.47亿股普通股股票，持股比例达到23.6%，成为其第一大股东。由于人民币升值及非洲煤业股价下跌，目前股权账面价值缩水至2.73亿元，浮亏3.45亿元，显示海外投资存在较大风险。期待非洲煤业所属煤矿2015年后放量。
- **维持“增持”评级**。在建红庆梁矿及巴彦淖尔煤田预计2015年后投产，短期内无明显增量。煤炭市场底部仍不明朗，2014年市场形势更加严峻。下半年京西矿煤炭价格预计维持目前水平，高家梁矿煤价仍有下跌空间，预计2013-2015年EPS为0.47、0.46、0.45元/股，对应13年PE为18倍，不具有吸引力。
- **风险提示**。国际国内煤炭价格继续下跌风险。

昊华能源 (601101.SH)

分析师：李晶

执业证书编号：S0050510120015

Tel：010-59355904

Email：lijing@chinans.com.cn

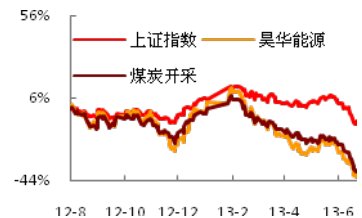
投资评级

本次评级：增持
跟踪评级：维持
目标价格：

市场数据

市价(元)	7.68
上市的流通A股(亿股)	12
总股本(亿股)	12
52周股价最高最低(元)	15.6-7.37
上证指数/深证成指	1993.8/ 7765.4
2012年股息率	2.32%

52周相对市场改变



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	6933.13	6008.46	6070.14	6103.84
增长率(% □)	-0.25	-13.34	1.03	0.56
归属于母公司所有者的 净利润(百万元)	903.97	558.34	551.98	543.85
增长率(%)	-30.56	-38.23	-1.14	-1.47
毛利率%	35.83	28.50	28.25	28.02
净资产收益率(%)	12.99	7.93	7.27	6.69
EPS(元)	0.75	0.47	0.46	0.45
P/E(倍)	10.89	17.62	17.83	18.09
P/B(倍)	1.41	1.40	1.30	1.21

□ 数据来源：民族证券

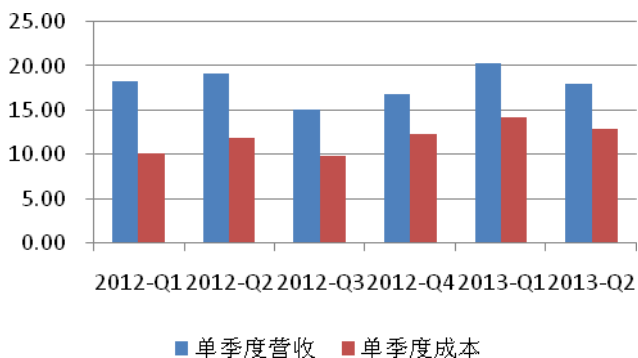
正文目录

财务预测.....6

图表目录

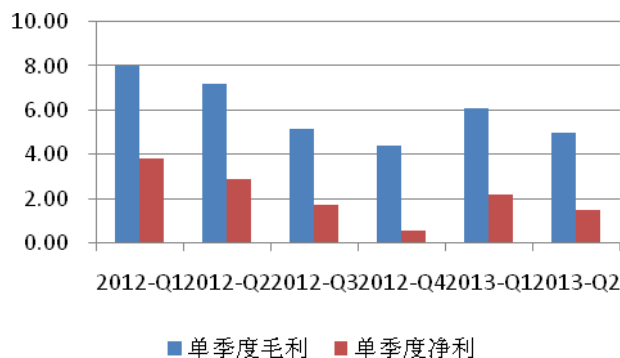
图 1: 2012-2013 年季度营收、成本走势 (亿元)4
图 2: 2012-2013 年季度毛利、净利走势 (亿元)4
图 3: 2012-2013 年季度盈利能力走势.....4
图 4: 2012-2013 年季度经营活动现金流改善 (亿元)4
图 5: 2011-2013 年季度营收、净利同比走势4
图 6: 2012-2013 年季度营收、净利环比走势.....4
图 7: 2010-2013 年原煤产量 (万吨)5
图 8: 2010-2013 年原煤产量同比.....5
图 9: 2009-2013 年京西矿煤炭售价 (元/吨)5
图 10: 2009-2013 年京西矿吨煤盈利 (元/吨)5

图 1: 2012-2013 年季度营收、成本走势 (亿元)



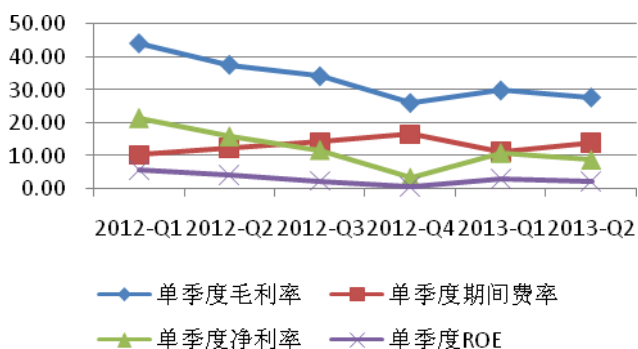
资料来源: wind 民族证券

图 2: 2012-2013 年季度毛利、净利走势 (亿元)



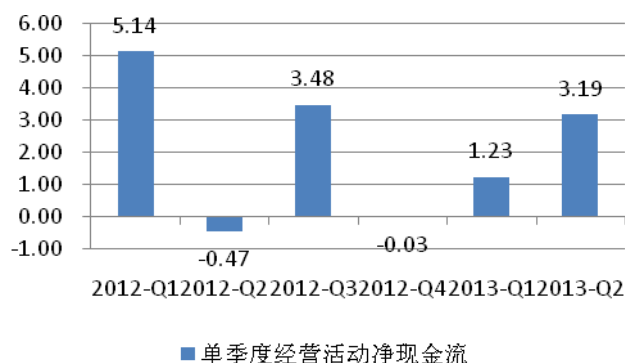
资料来源: wind 民族证券

图 3: 2012-2013 年季度盈利能力走势



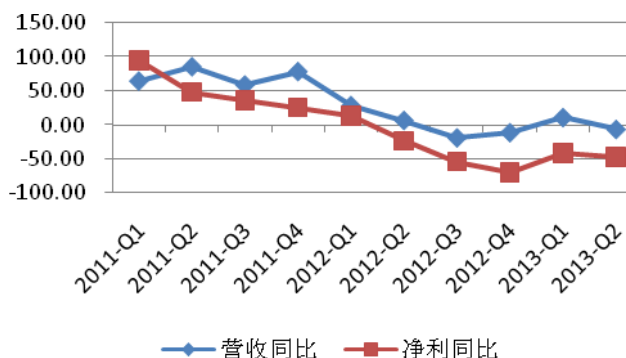
资料来源: wind 民族证券

图 4: 2012-2013 年季度经营活动现金流改善 (亿元)



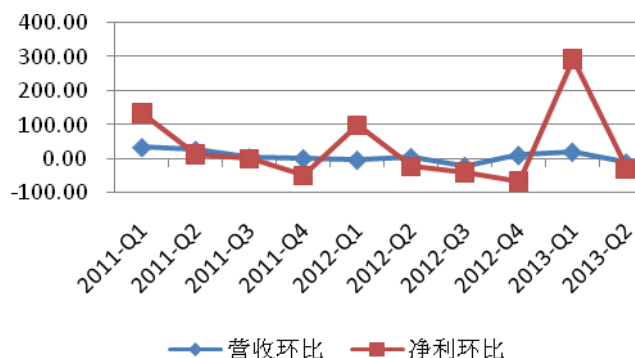
资料来源: wind 民族证券

图 5: 2011-2013 年季度营收、净利同比走势



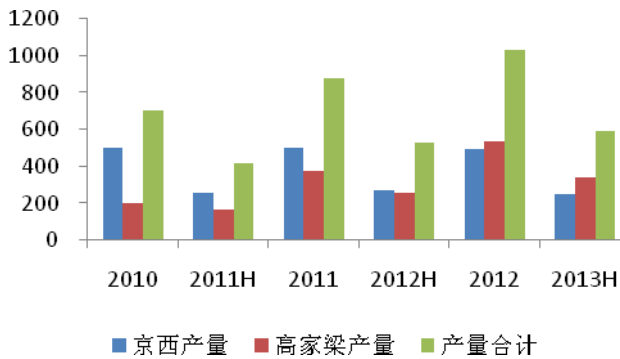
资料来源: wind 民族证券

图 6: 2012-2013 年季度营收、净利环比走势



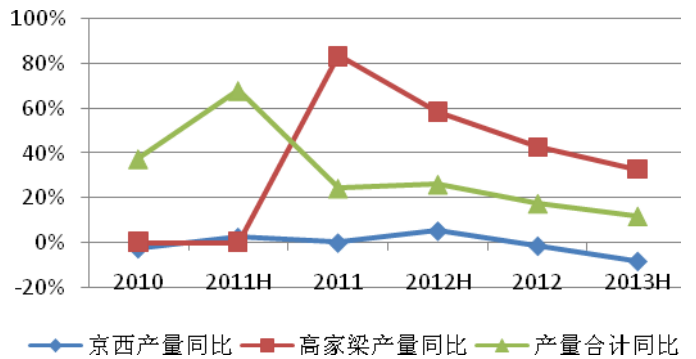
资料来源: wind 民族证券

图 7: 2010-2013 年原煤产量 (万吨)



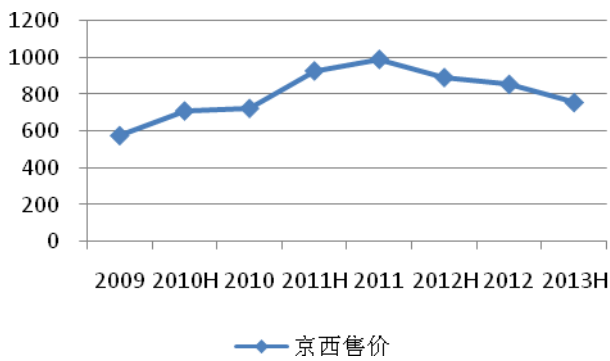
资料来源: wind 民族证券

图 8: 2010-2013 年原煤产量同比



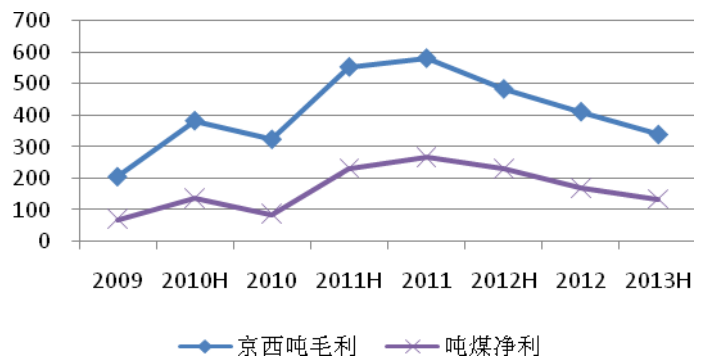
资料来源: wind 民族证券

图 9: 2009-2013 年京西矿煤炭售价 (元/吨)



资料来源: wind 民族证券

图 10: 2009-2013 年京西矿吨煤盈利 (元/吨)



资料来源: wind 民族证券

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	3,941	5,853	6,591	7,329	营业收入	6,933	6,008	6,070	6,104
现金	1,582	4,093	4,813	5,541	营业成本	4,449	4,296	4,355	4,394
应收账款	1,112	882	891	896	营业税金及附加	331	228	231	232
其它应收款	848	564	570	573	销售费用	212	174	176	177
预付账款	12	50	50	51	管理费用	657	469	473	476
存货	386	263	267	269	财务费用	52	114	115	116
其他	0	0	0	0	资产减值损失	2	18	18	18
非流动资产	7,645	6,977	7,033	7,064	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1,196	1,196	1,196	1,196	投资净收益	-1	0	0	0
固定及无形资产	0	0	0	0	营业利润	1,229	709	701	691
其他	6,389	5,713	5,769	5,799	利润总额	1,240	709	701	691
资产总计	11,586	12,830	13,624	14,393	所得税	312	142	140	138
流动负债	2,880	2,301	2,341	2,369	净利润	928	567	561	553
短期借款	800	82	83	84	少数股东损益	24	9	9	9
应付账款	556	475	482	486	归属母公司净利润	904	558	552	544
其他	519	711	718	722	EBITDA	1,487	1,021	1,016	1,008
非流动负债	143	1,702	1,719	1,728	EPS (元)	0.75	0.47	0.46	0.45
长期借款	0	1,799	1,816	1,826					
其他	143	223	225	226	主要财务比率	2,012	2013E	2014E	2015E
负债合计	3,023	4,323	4,382	4,421	成长能力				
少数股东权益	1,604	1,616	1,627	1,639	营业收入	-0.25%	-13.34%	1.03%	0.56%
归属母公司股东权益	1,200	1,200	1,200	1,200	营业利润	-30.71%	-42.27%	-1.14%	-1.47%
负债和股东权益	11,586	13,149	13,947	14,717	归属母公司净利润	-30.56%	-38.23%	-1.14%	-1.47%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	35.83%	28.50%	28.25%	28.02%
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E	净利率	13.04%	9.29%	9.09%	8.91%
经营活动现金流	-281	1,910	1,058	1,050	ROE	12.99%	7.93%	7.27%	6.69%
净利润	928	743	738	731	ROIC	10.00%	6.35%	5.97%	5.61%
资产减值损失	204	189	190	191	偿债能力				
折旧摊销	-281	1,910	1,058	1,050	资产负债率	26.09%	32.50%	31.45%	30.40%
公允价值变动收益					净负债比率				
财务费用	52	120	121	122	流动比率	1.37	2.73	2.93	3.14
投资损失					速动比率	1.23	2.61	2.81	3.02
营运资本变化	-1,453	847	-10	-13	营运能力				
递延税款变化					总资产周转率	0.60	0.47	0.45	0.44
投资活动现金流	-1,025	487	-246	-222	应收帐款周转率	6.23	7.15	7.15	7.15
资本支出	-974	487	-246	-222	存货周转率	11.52	16.40	16.39	16.39
其他投资	-51	0	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	564	434	-88	-100	每股收益	0.75	0.47	0.46	0.45
短期借款	710	1,034	33	22	每股经营现金	-0.23	1.46	0.72	0.71
新发股份	-327	0	0	0	每股净资产	5.80	5.87	6.33	6.78
分红	0	-480	0	0	估值比率				
少数股东融资	233	-0	0	0	P/E	10.89	17.62	17.83	18.09
财务费用	-52	-120	-121	-122	P/B	1.41	1.40	1.30	1.21
现金净增加额	-742	2,831	723	729	EV/EBITDA	6.62	9.64	9.68	9.77

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

李晶，管理学硕士，具有证券行业投资咨询业务执业资格，四年证券行业从业经历。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)